

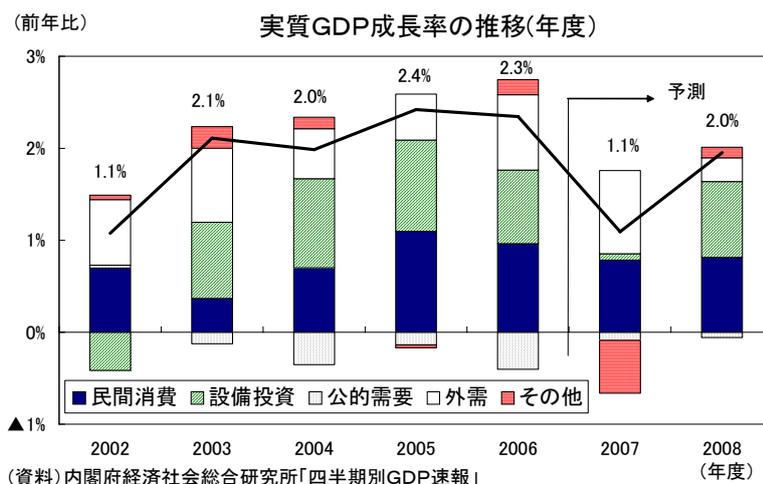
Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

2007・2008年度経済見通し～7-9月期2次QE後改定

＜実質成長率：2007年度1.1%、2008年度は2.0%に＞

1. 7-9月期のGDP2次速報は、実質GDP成長率が1次速報の前期比0.6%（年率2.6%）から前期比0.4%（年率1.5%）へと下方修正された。4-6月期も前期比▲0.4%（年率▲1.6%）から前期比▲0.5%（年率▲1.8%）に下方修正された。
2. 7-9月期2次速報の結果を受けて、2007年度の実質GDP成長率の見通しを11月時点の1.3%から1.1%へ下方修正した。景気の回復基調は維持されているものの、米国経済の急減速、建築基準法改正に伴う建築着工の落ち込み等から、ここに来て景気下振れリスクが高まっている。
3. 2008年度は、建築基準法改正に伴う混乱の収束から住宅投資、設備投資の反動増が期待されるため、実質GDP成長率は2.0%へと高まるだろう。
4. 米国経済が急減速し、利下げ局面が継続する中、国内景気の下振れリスクも高まっているため、年度内に利上げを行うことは極めて困難と考えられる。次回の利上げは米国の腰折れ懸念が後退し、日本の成長率も上向き始める2008年7-9月期と予想する。



経済調査部門

(03)3512-1884

シニアエコノミスト 斎藤 太郎

(03)3512-1836 tsaito@nli-research.co.jp

ニッセイ基礎研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北 4-1-7 TEL : (03)3512-1800

ホームページアドレス : <http://www.nli-research.co.jp/>

7-9 月期 2 次 QE 後経済見通し

1. 7-9 月期の成長率は下方修正

(企業部門の改善に陰り)

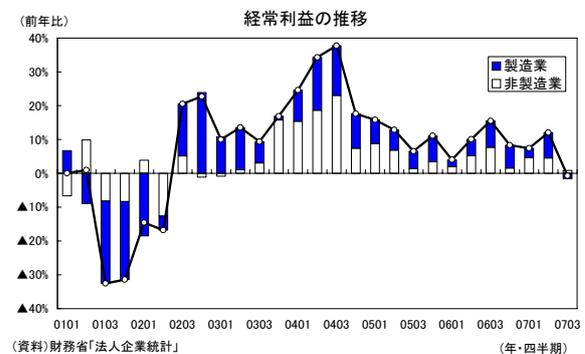
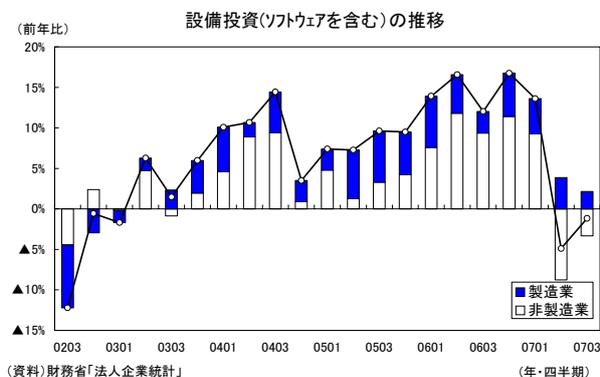
12/7 に内閣府が公表した 2007 年 7-9 月期の GDP 2 次速報 (2 次 QE) は、実質 GDP 成長率が前期比 0.4% (年率 1.5%) となり、11/13 に公表された 1 次速報 (前期比 0.6%、年率 2.6%) から下方修正された。

輸入が 1 次速報の前期比 0.5% から ▲0.2% へと下方修正され、外需寄与度は前期比 0.4% から 0.5% へと上方修正されたが、設備投資が前期比 1.7% から 1.1% へ、民間在庫も前期比 0.1% から ▲0.1% (寄与度) へと下方修正されたため、国内需要が 1 次速報の前期比 0.2% から ▲0.1% と、4-6 月期に続き減少となった。設備投資、民間在庫の下方修正は、1 次速報時点では未発表だった 7-9 月期の法人企業統計の結果を反映したことが主因である。

12/3 に財務省から公表された 7-9 月期の法人企業統計では、設備投資 (ソフトウェアを含む) が前年比 ▲1.2% と、4-6 月期の同 ▲4.9% に比べれば持ち直したものの、2 四半期連続の減少となった。4-6 月期に前年比 ▲13.1% と急速な落ち込みを見せた非製造業は、建設業、不動産業が増加に転じたことなどから、前年比 ▲5.1% とマイナス幅が縮小したが、3 四半期連続で二桁の伸びを維持していた製造業が前年比 6.1% (4-6 月期: 同 11.7%) と伸びが大きく鈍化した。

また、7-9 月期の経常利益は前年比 ▲0.7% と、2002 年 4-6 月期以来、21 四半期ぶりの減益となった。売上高が 4-6 月期の前年比 3.3% から同 2.0% へと伸びが鈍化したことに加え、原材料費高騰や税制改正に伴う減価償却費の増加などから売上高経常利益率が 3.5% と前年よりも 0.1 ポイント悪化したことが響いた。

7-9 月期の設備投資は前期比 1.1% と 3 四半期ぶりの増加となったが、1-3 月期 (前期比 ▲0.4%)、4-6 月期 (前期比 ▲1.7%) の減少幅からすれば低い伸びにとどまり、過去最高を更新し続けてきた経常利益は約 5 年ぶりの減益となった。これまで景気を牽引してきた企業部門の改善には陰りが見られる。



4-6月期の実質GDP成長率も前期比▲0.4%（年率▲1.6%）から前期比▲0.5%（年率▲1.8%）へと下方修正された。7-9月期の成長率は、1次速報では4-6月期の減少率を若干上回る伸びとなっていたが、2次速報ではプラス成長とはなったものの、4-6月期の落ち込みを取り戻すまでには至っていないという姿へと改められた。

2. 2007年度1.1%成長、2008年度2.0%成長

（2007年度、2008年度ともに成長率の予想を下方修正）

7-9月期GDP2次速報を受けて、11/15に発表した2007・2008年度経済見通しを改定した。

実質GDP成長率は、2007年度が1.1%、2008年度が2.0%と予想する（11/15時点ではそれぞれ1.3%、2.1%）。11/30に内閣府が発表した国民経済計算確報では2006年度の実質GDP成長率が速報段階の2.0%から2.3%へと上方修正され、2007年度の発射台（2006年度から2007年度へのゲタ）も若干上がったが、4-6月期、7-9月期の成長率がともに下方修正された影響が大きく、2007年度の成長率予想を11月時点から0.2ポイント下方修正した。

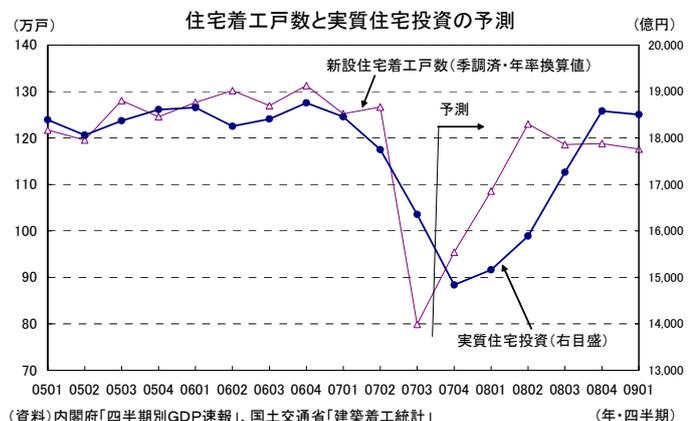
（外需の牽引力は徐々に低下）

7-9月期は輸出の伸びが加速し、外需が経済成長を牽引する形となった。しかし、4-6月期が前期比年率3.8%、7-9月期が同4.9%と高めの成長が続いた米国経済は、住宅市場の悪化やガソリン価格高騰に伴う個人消費の停滞等から、10-12月期は急減速が見込まれている。

日本の輸出は、米国向けの低迷を、中国をはじめとした新興国、EU向けの好調がカバーする形で堅調な動きを続けてきたが、米国経済の減速が本格化すれば世界経済の成長鈍化につながるだろう。これまで景気を牽引してきた輸出の伸びは今後徐々に鈍化する可能性が高い。2007年度の外需寄与度は2006年度の0.8%から0.9%へと拡大するが、2008年度には0.3%へと縮小するだろう。

（建築基準法改正の影響が成長率を大きく左右）

6月20日に施行された改正建築基準法の影響で、7月以降急速に落ち込んだ新設住宅着工戸数は10月には85.1万戸（季節調整済・年率換算値）と9月の72.0万戸から若干持ち直したが、6月までの120~130万戸程度に比べれば依然として非常に低い水準にある。本予測では、住宅着工戸数は7-9月期の79.9万戸から10-12月期が95万戸、2008年1-3月期が109万戸、4-6月期が123万戸と徐々に回復することを想定している。しかし、GDP統計の住宅投資は工事の進捗ペースで計上されるため、10-12月期も前期比▲9.3%と7-9月期



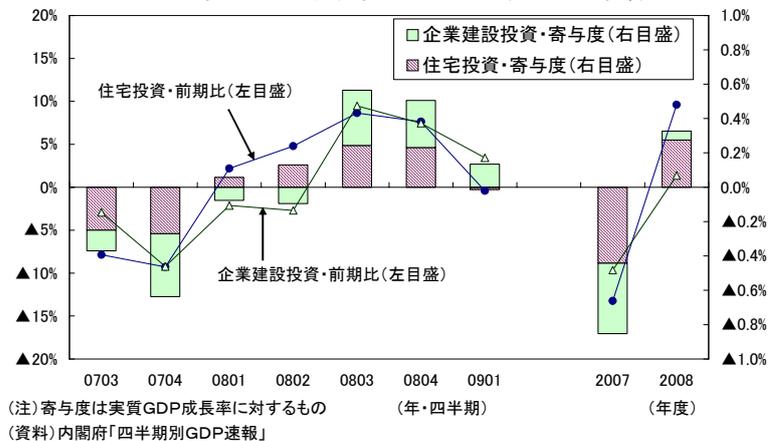
の同▲7.9%に続き大幅な減少となり、前期比でプラスとなるのは2008年1-3月期にずれ込むだろう。

また、7-9月期の設備投資は前期比1.1%と3四半期ぶりの増加となったが、設備投資の約4分の1を占める建設投資は減少していると見られる。企業の建設投資は、個人住宅に比べ着工から完成までの工期が長いことから、建築着工の落ち込みによる影響は、GDP統計では住宅投資よりも遅れて顕在化し、その影響は長期に及ぶ可能性が高い。GDPベースの建設投資は10-12月期に減少幅が大きく拡大し、前期比での減少は2008年4-6月期まで続くことになるだろう。

建築基準法改正の影響を受ける住宅投資と企業の建設投資を合わせたGDPへのマイナスの影響は、2007年10-12月期がピークとなり、成長率を前期比▲0.6%程度押し下げるだろう。

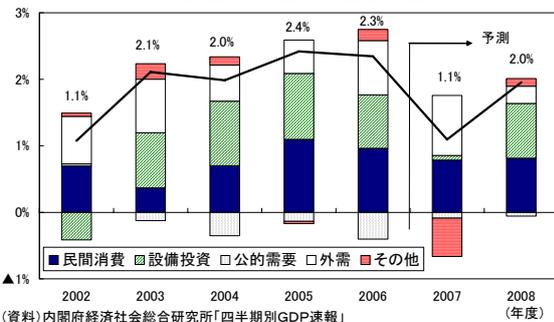
2008年前半は住宅投資が押し上げ要因に転じる一方、企業の建設投資の減少が続くことから、成長率への影響はほぼニュートラルとなり、2008年後半には両者ともに成長率を大きく押し上げることになる。住宅投資と企業の建設投資を合わせたGDP成長率への寄与度を年度ベースで見ると、2007年度が▲0.9%、2008年度が0.3%となる。

住宅投資、企業建設投資のGDP成長率への影響

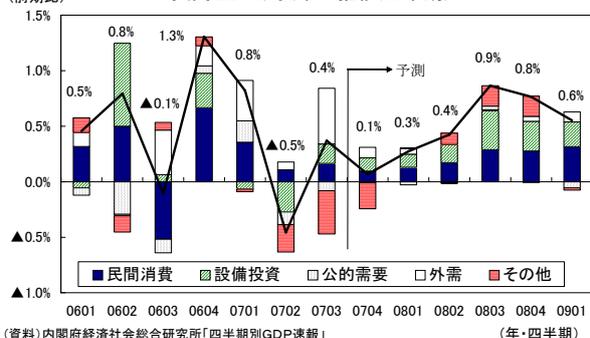


米国経済減速に伴う輸出の伸び鈍化が見込まれることに加え、建築基準法改正に伴う建築着工の落ち込みの影響が最も強く表れることから、2007年10-12月期の成長率は前期比0.1% (年率0.3%) とほぼゼロ成長にとどまろう。成長率はその後徐々に持ち直しに向かい、2008年半ば以降はそれまでの反動から住宅投資、設備投資が高い伸びとなることから、年率2~3%台の高成長が見込まれる。2007年度から2008年度にかけては、建築基準法改正の影響が成長率を大きく左右する展開が続くだろう。

実質GDP成長率の推移(年度)



実質GDP成長率の推移(四半期)

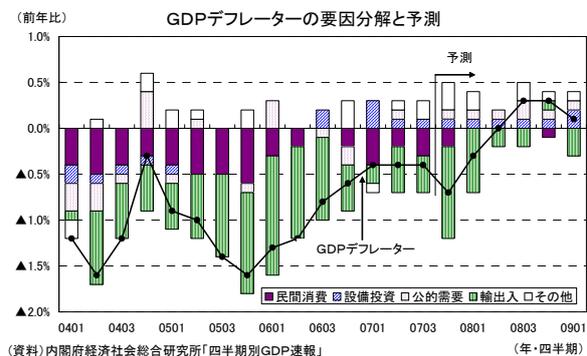
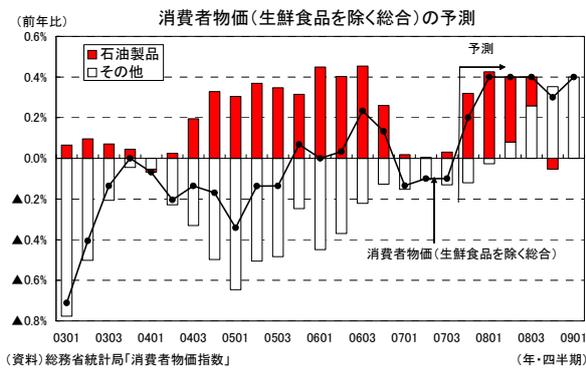


(物価、金融政策の見通し)

消費者物価（生鮮食品を除く総合）は、10月に前年比0.1%と10ヵ月ぶりにプラスに転じた。原油価格高騰に伴いガソリン価格などの石油製品が物価押し上げ要因となっているほか、原材料費の上昇を小売価格に転嫁する動きが広がっており、食料品、日用品など消費者に身近な物の値段が上がり始めている。石油製品による押し上げ寄与の拡大が見込まれることや、食品メーカーを中心に値上げを予定している企業も多いことからすれば、物価上昇率は今後さらに拡大する可能性が高いだろう。

GDPデフレーターは、2005年10-12月期の前年比▲1.6%からマイナス幅が縮小し、2007年1-3月期以降、3四半期連続で前年比▲0.4%となっている。しかし、2007年10-12月期は原油価格高騰に伴い輸入デフレーターの上昇幅が拡大し、GDPデフレーターを押し下げる方向に働くため、GDPデフレーターの前年比は再び拡大するだろう。

GDPデフレーターの前年比は、国内需要デフレーターの上昇が続く中、輸入デフレーターによる押し下げ圧力が緩やかとなる2008年7-9月期と予想する。GDPデフレーターは、2007年度は前年比▲0.5%となるが、2008年度には0.2%のプラスとなり、名目成長率が実質成長率を下回る「名実逆転」は11年ぶりに解消されるだろう。名目成長率は2007年度が0.6%、2008年度が2.1%と予想する。



金融政策については、米国経済がサブプライムローン問題の深刻化などから急減速し、利下げ局面が継続する中、ここにきて国内景気の下振れリスクも高まっているため、年度内の利上げは極めて困難な状況と考えられる。このため、11月時点で2008年2月としていた次回の利上げ時期を、2008年7-9月期に変更した。次回の利上げは、米国経済の腰折れ懸念が後退し、建築基準法改正に伴う混乱収束から日本の成長率が上向き始めることが条件だろう。

(米国、欧州の経済見通しは12月14日（金）発行のWeeklyエコノミスト・レターに掲載します)



日本経済の見通し (2007年7-9月期2次QE(12/7発表)反映後)

(単位、%)

	2006年度			06/10-12		07/1-3		4-6		7-9		10-12		08/1-3		4-6		7-9		10-12		09/1-3		前回予測			
	実績	予測	予測	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績		
実質GDP	2.3	1.1	2.0	1.3	0.8	5.3	3.3	2.3	2.8	(▲0.5)	0.4	0.1	0.3	0.4	0.9	0.8	0.6	1.7	3.5	3.1	2.2	1.0	1.8	2.2	2.8	1.3	2.1
内需寄与度	(1.5)	(0.2)	(1.7)	(1.1)	(0.4)	(▲0.5)	(▲0.1)	(▲0.0)	(0.2)	(0.4)	(0.8)	(0.7)	(0.5)	(0.4)	(0.8)	(0.7)	(0.5)	(0.4)	(0.8)	(0.7)	(0.5)	(▲0.0)	(0.0)	(▲0.0)	(▲0.1)	(0.4)	(1.8)
内、民需	(1.9)	(0.3)	(1.7)	(1.0)	(0.2)	(▲0.4)	(▲0.0)	(▲0.0)	(0.3)	(0.4)	(0.8)	(0.7)	(0.5)	(0.4)	(0.8)	(0.7)	(0.5)	(0.4)	(0.8)	(0.7)	(0.5)	(▲0.0)	(0.0)	(▲0.0)	(▲0.1)	(0.5)	(1.7)
内、公需	(▲0.4)	(▲0.1)	(▲0.1)	(0.1)	(0.2)	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.0)	(▲0.0)	(0.1)	(0.5)	(0.1)	(0.1)	(▲0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(▲0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(▲0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(▲0.1)	(0.1)
外需寄与度	(0.8)	(0.9)	(0.3)	(0.2)	(0.4)	(0.1)	(0.5)	(0.1)	(0.1)	(▲0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(▲0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(▲0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(▲0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.9)	(0.3)	
民間最終消費支出	1.7	1.4	1.5	1.2	0.6	0.2	0.3	0.2	0.2	0.3	0.5	0.5	0.6	0.3	0.5	0.5	0.6	4.8	8.6	7.6	▲0.4	1.0	2.2	1.7	1.4	1.4	1.4
民間住宅投資	0.2	▲13.2	9.6	1.9	▲1.6	▲3.8	▲7.9	▲9.3	2.2	1.1	0.8	0.7	0.7	4.8	8.6	7.6	▲0.4	1.0	2.2	1.7	1.4	1.0	2.2	1.7	1.4	▲13.4	9.8
民間企業設備投資	5.6	0.4	5.2	1.9	▲0.4	▲1.7	1.1	0.8	0.7	1.1	0.8	0.7	0.7	1.0	2.2	1.7	1.4	1.0	2.2	1.7	1.4	1.0	2.2	1.7	1.4	1.1	5.1
政府最終消費支出	0.1	0.6	0.6	▲0.3	0.2	0.3	0.2	0.2	0.0	0.2	0.3	0.0	0.0	0.2	0.3	0.0	▲0.1	0.2	0.3	0.0	▲0.1	0.2	0.3	0.0	▲0.1	0.9	1.2
公的固定資本形成	▲9.2	▲4.1	▲4.4	3.0	4.9	▲4.6	▲2.3	▲1.5	▲0.8	2.3	▲1.5	▲0.8	▲0.8	▲1.2	▲1.3	▲0.3	▲1.2	▲1.2	▲1.3	▲0.3	▲1.2	▲1.2	▲1.3	▲0.3	▲1.2	▲5.6	▲4.2
輸出	8.2	7.4	4.4	1.0	3.2	1.0	2.6	1.2	0.8	2.6	1.2	0.8	0.8	0.6	1.2	1.4	1.5	0.6	1.2	1.4	1.5	0.6	1.2	1.4	1.5	7.7	4.7
輸入	3.0	1.7	4.0	▲0.3	1.0	0.7	▲0.2	0.9	0.6	▲0.2	0.9	0.6	0.6	0.8	1.4	1.6	1.4	0.8	1.4	1.6	1.4	0.8	1.4	1.6	1.4	2.3	4.4
名目GDP	1.6	0.6	2.1	1.3	0.5	▲0.5	0.2	▲0.4	0.7	0.2	▲0.4	0.7	0.7	0.6	0.9	0.4	0.7	0.6	0.9	0.4	0.7	0.6	0.9	0.4	0.7	0.8	2.2

(注) 実質GDPの上段は前期比、中段は前期比年率、下段は前年比。その他の需要項目はすべて前期比。

<主要経済指標>

(単位、%)

	2006年度			06/10-12		07/1-3		4-6		7-9		10-12		08/1-3		4-6		7-9		10-12		09/1-3		2007年度		2008年度			
	実績	予測	予測	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績			
鉱工業生産 (前期比)	4.8	2.7	2.9	2.2	▲1.3	0.2	2.2	0.6	0.2	2.2	0.6	0.2	0.2	0.4	1.1	0.9	0.7	0.4	1.1	0.2	0.1	0.5	0.4	0.5	0.3	0.4	2.5	2.6	
国内企業物価 (前年比)	2.1	1.8	0.5	1.9	1.4	1.7	1.6	2.0	2.1	1.6	2.0	2.1	2.1	1.1	0.2	0.1	0.5	1.1	0.2	0.1	0.5	0.4	0.5	0.3	0.4	0.1	0.4		
消費者物価 (前年比)	0.2	0.1	0.4	0.3	▲0.1	▲0.1	▲0.2	0.3	0.4	▲0.1	▲0.2	0.3	0.4	0.4	0.5	0.3	0.4	0.4	0.5	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4	0.1	0.4		
消費者物価 (生鮮食品除き)	0.1	0.1	0.4	0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1	0.2	0.4	▲0.1	▲0.1	0.2	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4	0.1	0.4		
経常収支 (兆円)	21.2	24.7	23.4	22.9	22.5	26.1	24.8	24.2	23.7	24.8	24.0	23.6	21.4	24.8	24.0	23.6	21.4	24.8	24.0	23.6	21.4	24.2	24.2	24.2	22.6	24.2	22.6		
(名目GDP比)	(4.1)	(4.8)	(4.5)	(4.4)	(4.4)	(5.1)	(4.8)	(4.7)	(4.6)	(4.8)	(4.6)	(4.5)	(4.0)	(4.8)	(4.6)	(4.5)	(4.0)	(4.8)	(4.6)	(4.5)	(4.0)	(4.7)	(4.7)	(4.7)	(4.3)	(4.7)	(4.3)		
失業率 (%)	4.1	3.8	3.6	4.0	4.0	3.8	3.8	3.8	3.7	3.8	3.8	3.8	3.7	3.7	3.6	3.6	3.5	3.7	3.6	3.6	3.5	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.6		
住宅着工戸数(万戸)	129	103	120	131	125	127	80	95	109	80	95	109	109	123	119	119	118	123	119	119	118	103	103	103	120	103	120		
コールレート (無担保・翌日物)	0.50	0.50	1.00	0.25	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	0.75	1.00	0.50	0.75	0.75	1.00	0.75	0.75	1.00	0.75	1.25	0.75	1.25	
10年国債利回り (店頭基準気配)	1.8	1.7	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7	1.6	1.6	1.7	1.7	1.6	1.6	1.6	1.8	1.8	2.0	1.6	1.8	1.8	2.0	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	2.1	1.7	2.1
為替 (円/ドル)	117	114	110	118	119	121	118	111	108	118	118	111	108	108	110	110	110	108	110	110	110	115	115	115	110	115	110		
原油価格 (CIF, ドル/バレル)	64	78	84	61	58	64	72	89	87	72	89	87	87	84	81	84	87	84	81	84	87	78	78	78	84	78	84		
経常利益 (前年比)	10.0	3.3	3.2	8.3	7.4	12.0	▲0.7	0.5	1.5	▲0.7	0.5	1.5	1.5	2.4	4.3	2.9	3.2	2.4	4.3	2.9	3.2	4.5	4.5	4.5	3.2	4.5	2.6		

(注) 10年国債利回り、為替、原油価格は期中平均値、コールレートは期末値

(資料) 内閣府経済社会総合研究所「四半期別GDP速報」、経済産業省「鉱工業指数」、総務省「消費者物価指数」、財務省「法人企業統計季報」他

(総括)					
経済調査部長	樋 浩一	(はじ こういち)	(03) 3512-1830	haji@nli-research.co.jp	
(日本経済担当)					
シニアエコノミスト	斎藤 太郎	(さいとう たろう)	(03) 3512-1836	tsaito@nli-research.co.jp	
研究員	篠原 哲	(しのはら さとし)	(03) 3512-1838	shino@nli-research.co.jp	
(金融・為替担当)					
シニアエコノミスト	矢嶋 康次	(やじま やすひで)	(03) 3512-1837	yyajima@nli-research.co.jp	
(米国経済担当)					
主任研究員	土肥原 晋	(どいはら すずむ)	(03) 3512-1835	doihara@nli-research.co.jp	
(欧州経済担当)					
主任研究員	伊藤 さゆり	(いとう さゆり)	(03) 3512-1832	ito@nli-research.co.jp	

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)